**Статья «Управление инвестициями. Доверительное управление. Инвестиционный портфель»**

Управление инвестициями является профессиональным управлением активами различных ценных бумаг (акций, облигаций и других ценных бумаг) и другими активами (например, недвижимостью) в целях удовлетворения определенных инвестиционных целей в пользу инвесторов. Инвесторами могут быть учреждения (страховые компании, пенсионные фонды, корпорации, благотворительные, образовательные учреждения и т.д.) или частные инвесторы (как напрямую, так и через инвестиционные контракты или чаще через схемы коллективного инвестирования, например, паевые инвестиционные фонды или биржевые фонды).

Термин управление активами часто используется для обозначения управления инвестициями в случае коллективных инвестиций, в то время как более общий термин управление фондами может относиться ко всем формам институциональных инвестиций, а также управлению инвестициями для частных инвесторов. Инвестиционные менеджеры, которые специализируются на консультативном или дискреционном управления от имени (как правило, богатых) частных инвесторов могут обычно представлять свои услуги, как управление деньгами или управление инвестиционным портфелем часто в контексте так называемого частного банкинга.

Предоставление услуг по управлению инвестициями включает в себя элементы анализа финансовой отчетности, выбор активов, выбор акций, реализацию плана и постоянный мониторинг инвестиций. Попав в сферу компетенции в области финансовых услуг многие из крупнейших мировых компаний являются, по крайней мере отчасти, инвестиционными менеджерами и используют миллионы сотрудников.

Термин «управляющий фондом» (или инвестиционный консультант в Соединенных Штатах) относится как к фирме, которая предоставляет услуги по управлению инвестициями, так и к человеку, который принимает решения по управлению капиталом. Согласно докладу под названием «Завоевание роста в неблагоприятные времена: глобальное управление активами 2012», опубликованному Boston Consulting Group в октябре 2012 года, объем профессионально управляемых активов в глобальном менеджменте активов составили US $58,3 трлн. в конце года 2011 года по сравнению с US $58,8 трлн. в 2007 году.

### Управление инвестициями в промышленности

Бизнес по управлению инвестициями имеет несколько аспектов, включающих прием на работу профессиональных управляющих фондами, исследования (отдельных активов и классов активов), сделки, урегулирования споров, маркетинг, внутренний аудит и подготовку докладов для клиентов. Крупнейшими менеджерами финансовых фондов являются фирмы, которые проявляют всю сложность их требования размера. Помимо людей, которые определяют рынки для выгодных инвестиций (маркетологов) и людей, которые направляют инвестиции (управляющие фондами), существует юридический персонал (для обеспечения согласования действий с законодательными и нормативными ограничениями), внутренние аудиторы различных видов (изучающие внутренние системы и управление), финансовые контроллеры (для учета собственных денег и расходов этих учреждений), компьютерные эксперты, и сотрудники «бэк офиса» (для отслеживания и записи операций и оценок фондов для тысяч клиентов на организацию).

### Ключевые проблемы организации управления инвестициями

Ключевые проблемы включают в себя:

* выручка напрямую связана с рыночными оценками, поэтому значительное падение цен на активы может вызвать резкое снижение доходов по сравнению с расходами;
* трудно поддерживать производительность фонда выше среднего, а клиенты не будут терпеливыми во время плохой работы; успешные менеджеры фондов являются дорогостоящими и могут быть переманены конкурентами;
* появление фонда с производительностью выше среднего зависит от уникальных навыков управляющего фондом, однако, клиенты не хотят ставить результат своих инвестиций в зависимость от способностей нескольких лиц, они предпочли бы видеть твердый успех всей компании, являющийся результатом одной философии и внутренней дисциплины;
* аналитики, которые генерируют придбыль выше средней, часто становятся достаточно богатыми и избегают корпоративной занятости в пользу управления их собственными портфелями.

### Представление акционеров

Учреждения (институты) часто контролируют огромные пакеты акций. В большинстве случаев они действуют в качестве тайных агентов, а не прямых собственников. Владельцы акций теоретически имеют большие права на внесение изменений в компании через голосующие акции и, как следствие, способность к давлению на менеджмент, а при необходимости переизбранию менеджеров на годовых и других собраниях.

На практике, конечные владельцы акций часто не применяют власть, которую они вместе имеют (потому что многие владельцы акций – миноритарные акционеры); финансовые учреждения (в качестве агентов) иногда применяют. Существует общее мнение, что акционеры - в данном случае, учреждения, действующие как агенты - могут и должны осуществлять более активное влияние на компании, акциями которых они владеют (например, приводить менеджеров к ответственности, чтобы обеспечить эффективное функционирование компании). Такие действия добавят группу давления к тем (регуляторам и Совету), кто осуществляет управление.

Однако существует проблема того, как учреждение должно осуществлять эту власть. Одним из способов для учреждения является просто принятие решения, другой способ для учреждения - провести опрос своих бенефициаров. Предположим, что учреждение провести опрос, оно должно тогда: (I) Голосовать всеми акциями как решено большинством голосов? (II) Раздельное голосование (где это разрешено) в соответствии с пропорциями голосования? (III) Или уважать воздержавшихся и голосовать только акциями ответивших?

Ценовые сигналы, генерируемые большими активными менеджерами, владеющими или не владеющими акциями, могут способствовать изменению управления. Например, это тот случай, когда большой активный менеджер продает свою позицию в компании, что приводит к (возможно) снижению котировок акций, но и, что более важно, к потере доверия со стороны рынков относительно управления компанией, обуславливая изменения в управленческой команде.

Некоторые учреждения более активны и активно реализуют такие вопросы: например, некоторые фирмы считают, что существуют инвестиционные преимущества при накоплении значительных миноритарных пакетов акций (то есть 10% и более) и оказании давления на управление для реализации существенных изменений в бизнесе. В некоторых случаях, учреждения, являющиеся миноритарными акционерами, работают вместе, чтобы заставить изменить управление. Возможно, более устойчиво давление, которое крупные учреждения оказывают на управленческие команды через убедительные речи и PR. С другой стороны, некоторые из крупнейших инвестиционных менеджеров - такие как BlackRock или Vanguard - защищают просто владение каждая компании, сокращая стимулы влиять на руководство. Причиной этой последней стратегии является то, что инвестиционный менеджер предпочитает узкий круг открытых и честных отношений с командой менеджеров компании, чем то, если бы они осуществляли контроль; позволяя им делать лучшие инвестиционные решения.

Национальный контекст, в котором установлены соображения относительно представления акционеров, является переменным и важным. США - спорное общество, и акционеры используют закон в качестве рычага для оказания давления на управленческие команды. В Японии традиционно акционеры занимают низкое место в «иерархии», которое часто позволяет представителям менеджмента и работникам игнорировать права конечных собственников. В то время как американские фирмы в целом удовлетворяют желания акционеров, японские компании обычно имеют менталитет заинтересованных сторон, в котором они стремятся достичь консенсуса между всеми заинтересованными сторонами (на фоне сильных профсоюзов и трудового законодательства).

### Размер отрасли управления глобальными фондами (доверительного управления)

Обычные активы под управлением отрасли управления глобальными фондами, т.е. взаимными фондами в США, которые могут инвестировать как в американские, так и иностранные ценные бумаги, в 2010 году увеличились на 10% до $79,3 трлн. Пенсионные активы составляли $29,9 трлн. от общего числа, $24,7 трлн. было инвестировано в паевые инвестиционные фонды, а $24,6 трлн. в страховые фонды. Вместе с альтернативными активами (государственные инвестиционные фонды, хедж-фонды, фонды прямых инвестиций и биржевые фонды) и средствами состоятельных людей, активы отрасли управления глобальными фондами составили около $117 триллионов. Рост в 2010 году составил 14% к предыдущему году и был обусловлен как восстановлением на фондовых рынках в течение года, так и притоком новых средств.

США остаются на сегодняшний день крупнейшим источником средств, на которые приходится около половины обычных активов под управлением или примерно $36 трлн. Великобритания была вторым по величине центром в мире, и на сегодняшний день является крупнейшей в Европе с долей около 8% от общемирового объема.

### Философия, процесс и люди в управлении инвестициями

3-P (философия, процесс и люди) часто используется для описания причины, по которой руководитель может производить результаты выше среднего.

Философия относится к всеобъемлющим верованиям инвестиционной организации. Например: (I) Купит ли менеджер растущие или оцененные акции, или комбинацию из двух (и почему)? (II) Верят ли они в выбор времени рынка (и на каком основании)? (III) Они полагаются на внешние исследования или они используют команду исследователей? Это полезно, если любое из таких фундаментальных убеждений поддерживается данными отчетности.

Процесс – это то, в чем общая философия реализуется. Например: (I) Какой массив активов исследуется до того, как конкретные активы выбраны в качестве подходящих инвестиций? (II) Как менеджер решает что купить и когда? (III) Как менеджер решает, что продавать и когда? (IV) Кто принимает решения и принимаются ли они комитетом? (V) Какие элементы контроля используются, чтобы быть уверенным, что неправильный фонд (который очень отличается от других фондов, и не делает то, для чего предназначен) не может возникнуть?

Люди относится к персоналу, особенно управляющие фондами. На вопросы, кто они? Как они выбраны? Сколько им лет? Кто перед кем отчитывается? Как глубока команда (и понимают ли все члены команды философию и процесс, которые они предполагают использовать)? И, самое главное, как долго команда работает вместе? Последний вопрос имеет жизненно важное значение, потому что запись о производительности, представленная в начале отношений с клиентом, может или не может быть связана с (быть произведенной) командой, которая по-прежнему на месте. Если команда сильно изменилась (высокая текучесть кадров или изменения в команде), то, возможно, запись о производительности не имеет никакого отношения к существующей команде (управляющих фондами).

### Инвестиционный менеджер и инвестиционный портфель

В центре индустрии управления инвестициями находятся менеджеры, которые инвестируют или лишают клиентов инвестиций. Советник сертифицированной инвестиционной компании должен провести оценку индивидуальных потребностей каждого клиента и рисков. Тогда советник рекомендует соответствующие инвестиции.

### Распределение активов в доверительном управлении

Различные определения классов активов широко обсуждаются, но четыре общих класса - это акции, облигации, недвижимое имущество и товары. Осуществление распределения фондов среди этих активов (и среди отдельных ценных бумаг в пределах каждого класса активов) - то, за что платят фирмам по управлению инвестициями. Классы активов демонстрируют различную динамику рынка, а также различные эффекты взаимодействия, таким образом, распределение денег среди классов активов будет иметь значительное влияние на результаты деятельности фонда. Некоторые исследования показывают, что распределение между классами активов имеет больше предсказательной силы, чем выбор индивидуальных хозяйств в определении доходности портфеля. Можно утверждать, что умение успешного инвестиционного менеджера заключается в построении распределения активов, и по отдельности индивидуальных владений, с тем, чтобы превзойти определенные ориентиры (например, группы сверстников из конкурирующих фондов, облигации и фондовые индексы).

### Долгосрочная рентабельность инвестиционного портфеля

Важно посмотреть на данные о долгосрочных доходах при вложении в различные активы, и отдачи от инвестиций за разные периоды владения (отдача от инвестиций в среднем за разные периоды времени). Например, в течение очень длительного периода владения (например, 10 + лет) в большинстве стран, акции породили большую прибыьль, чем облигации, а также облигации породили большую прибыль, чем наличные. Согласно финансовой теории, это происходит потому, акции являются более рискованными (более волатильными), чем облигации, которые, в свою очередь, более рискованные, чем наличные.

### Диверсификация инвестиционного портфеля

На фоне распределения активов, управляющие фондами учитывают степень диверсификации, которая имеет смысл для конкретного клиента (с учетом его предпочтений риска), и соответственно составляют список запланированных владений. Список будет указывать на то, какой процент от фонда должен инвестироваться в конкретные акции или облигации. Теория диверсификации портфеля была выдвинута Марковицем (и многими другими). Эффективная диверсификация требует от управляющего корреляции между доходностью активов и доходностью ответственности, внутренними проблемами в портфеле (волатильность индивидуальных владений), и кросс-корреляции между рентабельностью различных видов активов.

### Инвестиционные стили управления

Существует целый ряд различных стилей управления фондами, которых учреждение может придерживаться. Например, рост, значение, рост по разумной цене (GARP), нейтральный рынок, небольшая капитализация и т.д. Каждый из этих подходов имеет свои особенности, приверженцев и, в той или иной финансовой ситуации, отличительные характеристики риска. Например, есть данные, что стиль «рост» (покупка быстро растущих доходов) особенно эффективен, когда компаний, способных генерировать такой рост не хватает; и, наоборот, когда такой рост в изобилии, есть данные, что стиль «значение», как правило, показывает особенно успешные показатели.

### Измерение эффективности доверительного управления

Доходность фонда часто считается лакмусовой бумажкой управления фондами, и в институциональном контексте, ее точное измерение является необходимостью. Для этой цели, институты измеряют производительность каждого фонда (и, как правило, для внутренних целей компонентов каждого фонда), находящегося под их управлением, и производительность также измеряется внешними фирмами, которые специализируются на измерении производительности. Ведущие фирмы измерения производительности (например, Frank Russell в США или BI-SAM в Европе) собирают общую информацию по промышленности, например, показывающую, как фонды в целом выступили против данных индексов и аналогичных групп в различные периоды времени.

В типичном случае (скажем, в случае фонда прямых инвестиций) расчет делается (когда обеспокоится клиент) каждый квартал и показывает процентное изменение по сравнению с предыдущим кварталом (например, 4,6% общей прибыли в долларов США). Эта цифра сравнивается с другими подобными фондами, управляемыми учреждением (для целей мониторинга внутреннего контроля), с рабочими характеристиками для аналогичных групп, а также с соответствующими индексами (если таковые имеются) или специально разработанными тестами производительности в зависимости от обстоятельств. Фирмы по измерению работы специалистов вычисляют квартиль и дециль, и уделяют пристальное внимание ранжированию любого фонда.

Вообще говоря, для инвестиционной компании, вероятно, подходит оценка производительности в течение длительных периодов (например, от 3 до 5 лет) для убеждения своих клиентов, где сглажены очень краткосрочные колебания в производительности и влияние экономического цикла. Это может быть трудно, однако во всей отрасли существует серьезная озабоченность по поводу краткосрочных показателей и их влияние на отношения с клиентами (и, как следствие бизнес-риски для организаций).

Устойчивая проблема состоит в том, измерять ли производительность, остающуюся после уплаты налога или до уплаты налогов. Измерение после уплаты налогов представляет преимущество для инвестора, но налоговые позиции инвесторов могут отличаться. Измерения до налогообложения могут ввести в заблуждение, особенно при режимах, которые реализуют налоговые доходы от прироста капитала (и не реализуют). Таким образом, возможно, что успешные активные менеджеры (измеренные до налогообложения) могут стать отстающими по результатам после уплаты налогов. Одно из возможных решений состоит в том, чтобы сообщить о положении, остающемся после уплаты налога некоторым типичным налогоплательщиком.

### Измерение эффективности доверительного управления с учетом риска

Измерение эффективности не должно сводиться к оценке только доходности фонда, но должно также включать другие элементы фондов, которые будут представлять интерес для инвесторов, такие как принятые меры риска. Некоторые другие аспекты также являются частью оценки эффективности: оценка того, удалось ли менеджеру достичь своей цели или является ли рентабельность достаточно высокой, чтобы принять определенные риски; как эффективность соотносится с тем же показателем в аналогичных фондах, и, наконец, были ли результаты управления портфелем связаны с удачей или умением менеджера.

Необходимость ответить на все эти вопросы привела к развитию более сложных показателей эффективности, многие из которых содержатся в современной теории портфеля. Современная теория портфеля установила количественную связь, существующую между риском портфеля и доходностью. В Модели оценки основного капитала (Capital Asset Pricing Model, САРМ), разработанной Шарпом в 1964 году, было выделено понятие награждения риска и получены первые показатели эффективности с поправкой на коэффициенты риска (коэффициент Шарпа, коэффициент информации) или отличительная [прибыль](http://www.ereport.ru/articles/finance/trust.htm#58848823) по сравнению с оценками (альфы - остаточной доходности портфеля, которая не зависит от движений рынка). Коэффициент Шарпа является самым простым и самым известным показателем производительности. Он измеряет доходность портфеля сверх безрисковой [СТАВКИ](http://www.ereport.ru/articles/finance/trust.htm%22%20%5Cl%20%2245534462%22%20%5Co%20%22%D0%9D%D0%B0%D0%B6%D0%BC%D0%B8%D1%82%D0%B5%2C%20%D1%87%D1%82%D0%BE%D0%B1%D1%8B%20%D0%BF%D1%80%D0%BE%D0%B4%D0%BE%D0%BB%D0%B6%D0%B8%D1%82%D1%8C%2C%20Ads) по сравнению с общим риском портфеля. Эта мера, как говорят, является абсолютной, поскольку она не относится к какому-либо ориентиру, и избегает недостатков, связанных с плохим выбором ориентира. Между тем, она не позволяет разделение исполнения рынка, на котором менеджер формирует портфель. Коэффициент информация является более общей формой коэффициента Шарпа, в котором безрисковый актив заменяется эталонным портфелем. Эта мера является относительной, так как она оценивает результаты портфеля со ссылкой на ориентир, что делает результат сильно зависимым от выбора эталона.

Портфель альфа получают путем измерения разницы между прибылью анализируемого портфеля и эталонного портфеля. Эта мера, как представляется, является единственным надежным показателем производительности для оценки активного управления. На самом деле, мы должны различить нормальную прибыль, обеспеченную справедливым вознаграждением за подверженность портфеля различным рискам и прибыль, полученную через пассивное управление, от неправильной работы (или при выходе рабочих характеристик за установленные пределы) из-за умения менеджера (или удачи), либо посредством выбора времени рынка, выбора запаса или удачи. Первый компонент связан с распределением и стилем инвестиционных решений, которые не могут находится под исключительным контролем менеджера, и зависят от экономического контекста, в то время как второй компонент является оценкой успешности решений менеджера. Только последний, измеряемый альфой, позволяет оценить истинную производительность менеджера (но только если предположить, что любая опережающая динамика обусловлена мастерством, а не удачей).

Доходность портфеля может быть оценена с использованием факторных моделей. Первая модель, предложенная Йенсеном (1968), опирается на САРМ и объясняет доходность портфеля только индексом рынка, как единственным фактором. Однако быстро становится ясно, что одного фактора не достаточно, чтобы объяснить хорошей или плохой является доходность портфеля, поэтому должны быть рассмотрены другие факторы. Многофакторные модели были разработаны как альтернатива САРМ и позволяют более эффективно описывать портфельные риски и давать более точную оценку эффективности портфеля. Например, Фама и Френч (1993) выделили два важных фактора, которые характеризуют риск компании в дополнение к рыночному риску. Эти факторы – коэффициент Book-to-market (балансовая стоимость акции к рыночной стоимости акции) и размер компании, измеренный как ее рыночная капитализация. Поэтому Фама и Френч предложили трехфакторную модель для описания нормальной прибыли портфеля (трехфакторная модель Фама - Френча). Кархарт (1997) предложил добавить импульс в качестве четвертого фактора, чтобы учитывать краткосрочное постоянство прибыли. Кроме того, интерес для измерения производительность представляет модель анализа стиля, предложенная Шарпом (1992), в которой факторами являются показатели стиля. Эта модель предлагает оценку для каждого портфеля с использованием линейной комбинации индексов стиля, которые лучше всего копируют распределение стиля портфеля, и приводят к точной оценке альфы портфеля.

### Образование или сертификация в области управления инвестициями

Все чаще международные бизнес-школы включают вопрос в свои программы курсов под названием «Управление инвестициями» или «Управление активами», присуждая степень бакалавра (например, Школа бизнеса Кэсс, Лондон). Благодаря глобальным соглашениям о взаимном признании с двумя основными аккредитационными агентствами AACSB и ACBSP, которые аккредитуют более 560 лучших программ бизнес-школ, сертификация Магистр профессионального финансового планирования от Американской академии финансового управления доступна выпускникам AACSB и ACBSP бизнес-школ, связанных с финансами или финансовыми услугами. Для людей с устремлениями стать инвестиционным менеджером, может потребоваться дальнейшее образование помимо бакалавра в сфере бизнеса, финансов или экономики. Обозначения, такие как Дипломированный инвестиционный менеджер (Chartered Investment Manager, CIM) в Канаде, необходимы для практиков в сфере управления инвестициями. Диплом о высшем образовании или инвестиционная квалификация, обозначаемая как Дипломированный финансовый аналитик (Chartered Financial Analyst, CFA) может помочь в том, чтобы сделать карьеру в области управления инвестициями.

Нет никаких доказательств, что какая-либо конкретная квалификация усиливает наиболее желательную характеристику инвестиционного менеджера, то есть возможность выбора инвестиций, в результате которого долгосрочная доходность инвестиций будет выше. Данная область имеет традицию искать, принимать на работу и щедро вознаграждать таких людей без ссылок на формальную квалификацию.

**Библиографический список**

1. Аньшин, В. М. Инвестиционный анализ : учеб.-практ. по- собие / В. М. Аньшин.— М. : Дело, 2000.— 280 с.— (Сер. «Биб- лиотека современного менеджера»).

2. Бабкин, А. В. Факторы активизации инвестиционного процесса / А. В. Бабкин, Л. И. Потиенко // Экономика и упр.— 2006.— № 1.— С. 103–104.

3. Белякова, М. Ю. Разработка комплексной методики оцен- ки инвестиционной привлекательности объекта инвестирования / М. Ю. Белякова // Упр. риском.— 2006.— № 3.— С. 34–42.

4. Венчурное инвестирование // упр. компанией : темат. под- борка ст.— 2007.— № 1.— С. 27–47. 5. Гибсон, Р. Формирование инвестиционного портфеля: управление финансовыми рисками / Р. Гибсон.— М. : Альпина Биз- нес Букс, 2005.— С. 276.

 6. Гуслистый, А. Управление инвестициями. Диверсифи- кация портфеля, риск и слежение за рынком / А. Гуслистый.— М. : Интернет-трейдинг, 2005.— С. 271.